

潜在的株主としての個人の可能性

——モビリティと関与——

伊 藤 祐

目 次

はじめに

I 個人投資家待望論

1. 個人投資家待望論の諸側面
2. 潜在的投資家としての個人
3. モビリティと関与

II 企業と個人との接点とモビリティ、関与の在り方

1. 従業員
2. 消費者
3. 地域住民

III 各接点に対応する株主制度の性格、変遷

1. 従業員持株制度
2. 株主優待制度
3. ソーシャル・インベストメント

IV おわりに 一個人投資家育成の余地

は じ め に

1990年代に入ってからのが国株式市場の長期低迷は、企業の「株式持合い」の見直しや解消への動きをもたらした。この受け皿として、新たな株主としての役割を個人に求める風潮が少なくない。しかし、株主構成に占める個人の比率低下は長期にわたる傾向である。さらに世界的に「機関化現象」が進むなど、個人に株式投資を期待することはいっそう困難になりつつあるようにもみえる。はた

して、個人は新たな株主としての役割を担えるのであろうか。また担えるとしたら、それはどのような個人であらうか。その答えは「金融資産保有額の大きい個人」という、従来から指摘されてきた通りのものに過ぎないのであろうか。この問題を明らかにすることは、国民経済的にも、資本調達を行う個別企業のレベルにおいても重要な意味をもつ。

本稿では、従来のリスク回避的な個人投資家に関する視点やコーポレート・ガバナンスの視点に加えて、モビリティ（移動性）が小さい状況下では、環境に対する関与の必要性や意向が強まるという点に注目する。そこで、個人と企業のさまざまな接点におけるモビリティと、企業に対する個人の関与の可能性について考察する。また、これらの接点における既存の株主制度や、新たな株主制度の可能性についても検討する。

I 個人投資家待望論

1. 個人投資家待望論の諸側面

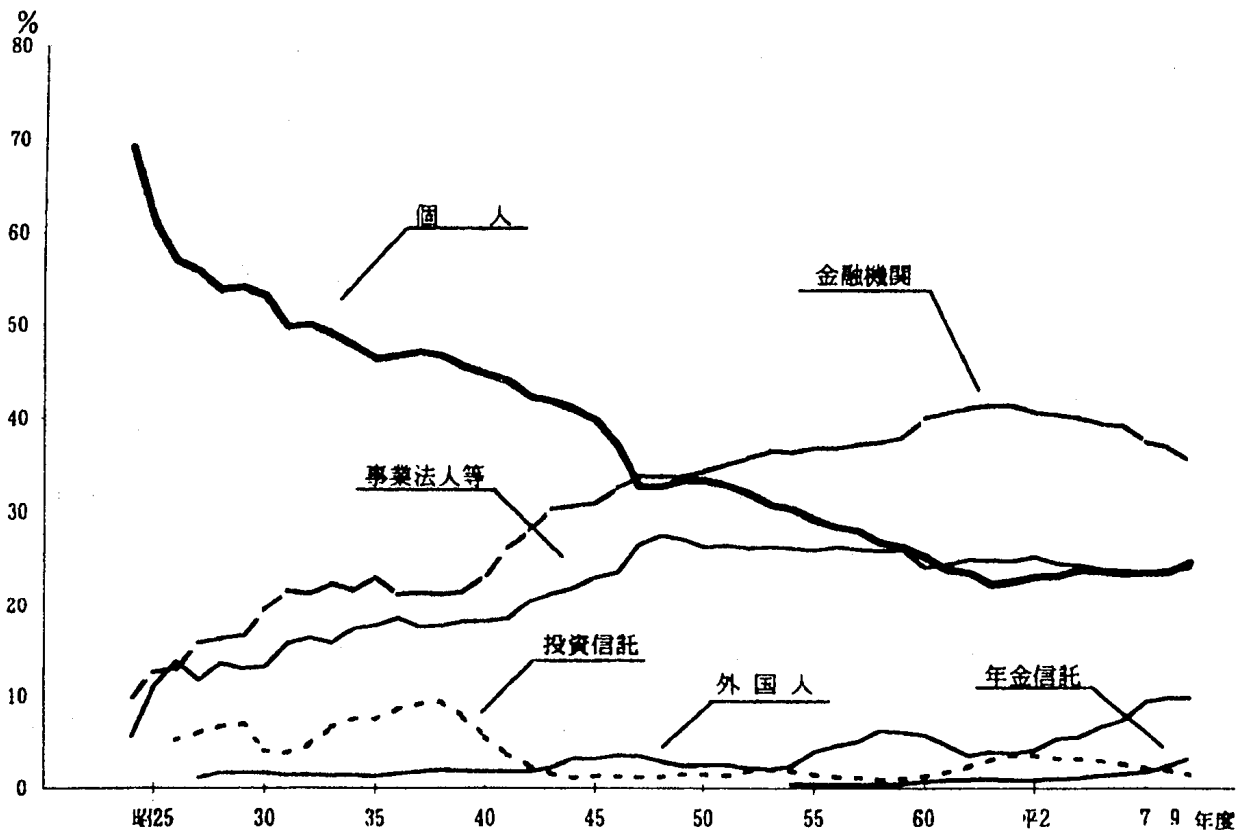
(1) 個人投資家待望論

日本では、株主構造における個人の比率低下が早くから注目を集めてきた。1982年には日本経済新聞社によって出版された『個人株主』において、この問題に対する警鐘が鳴らされている。図表1にみられるように、個人株主の比率は戦後ほぼ一貫して低下してきた。このことは、市場の厚みを損ない、株価のボラティリティ（変動性）を高めるものと考えられている。

さらに、1990年以降の株価急落に起因する法人株主の「株式持合い」解消への動きがいつそうの株価下落をもたらす懸念から、個人投資家を「受け皿」として市場に呼び戻そうとする風潮が少なくない。

このような問題提起を広田〔1993〕は「個人投資家待望論」として分析してい

図表1 所有者別持株比率の推移



(注) 1. 昭和60年度以降は、単位数ベース。

2. 金融機関は投資信託、年金信託を除く（ただし、昭和53年度以前については、年金信託を含む）。

(出所：『株主分布状況調査』平成9年版)

る。広田は、個人投資家待望論について、個人が直接株式に投資する形での「直接参加」を求める見解と、投信・年金といった機関投資家を通じて「間接参加」を求める見解に分類した。いずれの見解とも、「個人投資家待望論」では、「個人貯蓄をリスクのともなう株式市場への投資に振り向けるべき」と考え、そのための政策手段を検討することが基本課題となっている。

(2) 個人投資家待望論への否定的な見解

しかし、「個人投資家待望論」に対して否定的な見解は少なくない。ここで、否定的な見解についても、「直接参加」のみに否定的な見解と「間接参加」にも

否定的な見解とに分類可能である。

「直接参加」の可能性に対して否定的な見解を示しているのが前掲の広田である。広田は、最近の「個人株主待望論」の中心にある「直接参加必要論」のロジックは“多数の個人の多様な投資判断に支えられた市場こそ安定的であり効率的である”という「市場の立場」に過ぎないと主張する。“分散投資こそアクティブ／パッシブを問わず最大の投資戦略である”という MPT（Modern Portfolio Theory）の視点から考えると、“個人投資家の合理的資産運用方法”の立場からは、個人投資家の直接参加は条件付にとどまり、間接参加が中心となると広田は推測する。

一方、広義の家計・個人による株式保有、すなわち「間接参加」にも否定的な論拠が少なくない。多くの研究において、これまでの日本の家計が危険資産への投資に慎重であった理由が指摘されている。新美〔1995〕は、住宅取得費と子供の教育費の増加によって家計の支出構造が硬直化している点に注目した。大田〔1995〕は、老後の介護費用など必要コストの不確実性と過大な見積もりによって、高齢者が資産の流動性を必要以上に重視するという要因を指摘している。また、翁〔1997〕は、わが国の金融システムの構造、個人の資産蓄積度合、投資家保護の考え方と機関投資家の投資行動を挙げている。

これらの論点を統合すると、個人のリスク負担力（risk tolerance）がきわめて小さいことによって、個人はリスク資産である株式への投資に慎重であることが説明される。その論理的帰結からは、所得・貯蓄を増やすとともに、個人にとっての不確実性（高齢化や子育てなどにおけるリスク）を低下させることこそが重要となる。しかし、景気回復の遅れや失業の増加、改善しない少子化・晩婚化現象にみられるように、所得や貯蓄を現実増加させたり、個人にとっての不確実性を解消・軽減したりすることは容易でない。このため、個人投資家の株式市場への「間接参加」の実現も、困難な課題であると考えられる。

以上の議論は、リスク回避度の強い、受動的な個人を想定した場合、もっともらしい議論である。しかし、個人がつねにリスク回避度が強く受動的であるかどうかについては、それほど自明ではない。状況によっては、リスクが存在することを承知の上で、リスクに関わる必要性が発生するかもしれない。以下では、個人が受動的に行動しない可能性（能動的投資家となる可能性）について考察する。

2. 潜在的投資家としての個人

(1) 受動的投資家像

Markowitz [1952] の資産選択理論以来、ファイナンス理論においては、リスク回避的な個人が仮定されてきた。日本においても個人投資家のリスク回避度（あるいは対語としてのリスク選好度）について対立する論点がある¹⁾ものの、リスク回避的な個人を仮定することが一般的である。ここで、「リスク回避的」とは、期待収益率が等しいならばリスクの低い投資対象を選好し、リスクが等しいならば期待収益率の高い投資対象を選好することを指す。この「リスク回避的な個人」の仮定自体はそれほど不自然であるとは考えられない。

このリスク回避的な性格に加え、株式、証券の重要な特性として「転売可能性」（流動性）があることから、企業の期待収益率が低下したり、リスクが高まった場合、投資家は、株主としての権限を発揮して企業に関与するよりも、その企業の株式を売却する、という選択を採ると考えられやすい。コーポレート・ガバナンスの論点からも、情報の非対称性の存在、情報収集のコストに関する規模の経済性の存在、株主権の行使における零細投資家の影響力が小さいことなどから、零細な個人投資家の多くが企業に対して距離を置き、企業に対して受動的な態度をとると考えられる。

これらの考え方は、国内外での「機関化現象」、すなわち、個人投資家の比重が低下し、機関投資家の比重が高まってきた現象をよく説明している。

しかし、このような「受動的な投資家」に対して、「能動的な投資家」が出現する可能性はないのか、出現するためにはどのような条件が必要であるか、についてはこれまで十分な説明がなされてこなかった。

（2） 能動的投資家像—環境への「関与」意向とコーポレート・ガバナンス—

株式投資を行う投資家が、投資先企業の経営に不満をもつ場合、ひとつの選択肢はその企業の株式を売却することであり、もうひとつの選択肢は、その企業の経営に参加・発言し影響力を行使することである。前者の選択肢では、投資家は株式投資に際して企業経営者の行動に対して受動的に対応することになる。一方、後者の選択肢では、企業経営に能動的に働きかけることになる。

米国においては、この「能動的投資家」像は現実には存在すると考えられる。Useem [1996] は、機関投資家を通じた企業経営への働きかけによって、アメリカ経済が活性化する状態を投資家資本主義（Investor Capitalism）と名づけた。これは新しいコーポレート・ガバナンスの方法として位置づけられる。これに対して日本では、「政策投資」という言葉に代表されるように、機関投資家でさえも、株式投資成果を第一義的な目標とせず、他の経営目標に従属する形で投資意思決定を行うことも多かったことが知られており、能動的な投資が特殊な形で行われてきたと考えられる²⁾。

また、「ソーシャル・インベストメント」も、能動的投資の側面を持つ。水口ほか [1998] は、「資金を投下する際に、財務的な観点からの判断だけでなく、資金の投下先の事業の社会的側面をも考慮して行う投資」として米国におけるソーシャル・インベストメントを紹介している。すべてのソーシャル・インベストメントが企業経営に対して直接的な働きかけを行うわけではないが、投資家側からの働きかけが、金銭面のみならず、企業の社会的な側面にも及ぶ可能性があることは注目に値する。

これらの動きは、主として機関投資家による動きである。しかし、個人投資家が、特定の資産運用方針の選択という形で機関投資家の資産運用方法に対する影響を及ぼし、次いで機関投資家が企業に影響力を及ぼすならば、これを「間接投資」を通じた「能動的投資」と位置づけることができよう。また、ソーシャル・インベストメントを個々人のレベルで行うことが可能であれば、これは「直接投資」としての「能動的投資」と位置付けられる。

（3） 能動的投資家が存在する条件

能動的な投資家が存在するためには、「能動的に行動する必要性が高いこと」（動機の存在）、「投資家から企業に対する“影響を行使する手段”が存在すること」、という2つの条件が必要である。

動機については、3つの代表的なものが考えられる。第一に、企業利益を増加させようとする動機である。第二には企業利益とは独立した、社会的視点からの動機である。第三に、自分の属する特定利害集団（もしくは投資家本人）を利するための動機がある。

以下では、それぞれの動機について具体的に検討する。

（i） 企業利益を増加させようとする動機

企業利益が低迷したり利益の不確実性が高まる場合、投資家は企業利益を増加させたりリスクを軽減するため、能動的な行動を行う必要性は高まる。

投資家にとっての手段は、企業経営への協力（商品の購入、経営資源の提供）、企業経営者の更迭（株主権の行使）などが考えられる。

（ii） 社会的視点にもとづく動機

例えば、企業の反社会的行動を抑制したり、特定の社会目的（例えば地域福祉や、公害防止など）に合致した行動に企業を誘導しようとする動機がこれに該当する。企業の反社会的な経営行動が著しい場合や、一部の社会集団に不利益をも

たらずにもかかわらず、政府や住民運動・消費者運動等では企業の反社会的行動を阻止できない場合、あるいは企業が社会に与える影響が著しく大きい場合（例えば地域独占企業や企業城下町の中核企業である場合など）には、能動的な投資家として企業に介入しようとする株主が登場する必要性は高まる。

投資家にとっての手段は、企業と能動的投資家が対立関係にあれば、企業経営者を更迭するなど、株主権の行使が中心となろう。協調関係にある場合には、企業経営に投資家が協力する可能性が大きい。

（iii）特定利害集団、投資家本人のみを利するための動機

特定利害集団や投資家自身に利益をもたらす機会がある場合、投資家は、企業に働きかけてその利益を享受しようとする。例えば、その企業と有利な条件で取引できる可能性がある場合が考えられる。

次に、このような動機がどのような条件のもとで顕在化しやすいかについて検討する。

3. モビリティと関与

（1）モビリティとは

本稿では“モビリティ”という用語を、個人の「移動」に関わる選択肢一般を指すものとして取り扱う。具体的には、職業に関する移動（労働移動）³⁾、消費者のブランド遷移（brand switching）、居住地の選択などが含まれる。これらの例における“モビリティ”は、個人が他の経済主体と長期的な関係をもちうる局面において、個人が「移動」を行うことによって、別の経済主体との関係を新たに築くという「選択肢の存在」を指す。したがって、「実際に移動しているかどうか」ではなく、「移動する可能性があるかどうか」が重要となる。

（2） 関与とは

本稿では、「関与」とは、「個人が自らの便益や満足度を高めるべく、他に対して働きかけを行うこと」を広く指すものとする。「関与」は、必ずしも変革・改変のための働きかけを指すわけではない。人間行動が環境に向けられる場合には、環境を変えようとする「改変」だけでなく、環境を変えないようにする「維持・保存」という行動がある⁴⁾。

個人が企業に対してなんらかの既得権をもっており、かつ、その既得権が脅かされる可能性があるとき、個人は企業に対してなんらかの関与（維持・保存）を行おうとする。既得権とは、政治的・金銭的な意味だけでなく、企業の提供するブランドへの満足度なども含め得る。既存のブランドに満足しているにも関わらず、それが損なわれる可能性があるならば、個人は“維持・保存”のための関与を行う可能性がある。

一方、個人が企業の行動によって不利益を被っている場合、あるいは企業の従来とってきた行動が社会的に好ましくないと判断する場合、個人は“改変”としてのなんらかの関与を行おうとするであろう。

（3） モビリティと関与との関係

一般に、モビリティが大きい場合には、環境を維持したり改変したりするために積極的に関与を行うよりも、環境自体を選択（選択肢＝「移動」）するほうが、容易かつ合理的であると考えられる。反対に、モビリティが小さい場合には、環境に対して積極的に関与を行う必要性は高まると考えられる。地域住民を例にとるならば、居住地域に一時的にとどまるのみの意識をもつ住民と、永住するつもりの方では、居住地域周辺の社会に能動的に働きかけようとする意識は後者の方が強いであろう⁵⁾。

企業と株主との関係においてもモビリティと企業への関与意向との関係は強い

と考えられる。すなわち、なんらかの理由で株主として企業と長期的な関係を強いられる個人や投資家（創業者一族やメイン・バンクなど）は、利益に関する動機から、企業に対して強い関与を及ぼす必要があるだろう。また、なんらかの理由で企業と長期的な物理的接点を持たざるを得ない人々（例えば企業の進出先の地域住民）は、社会的な動機から、企業に対する関与意向を示すと考えられる。

また、仮に個人のモビリティが大きいとしても、移動先の状態が移動前の状態よりも改善する可能性が小さい場合、つまり移動によるメリットが小さい場合、個人が現在接する企業に対して、能動的に行動する必要性や可能性は高まると考えられる。

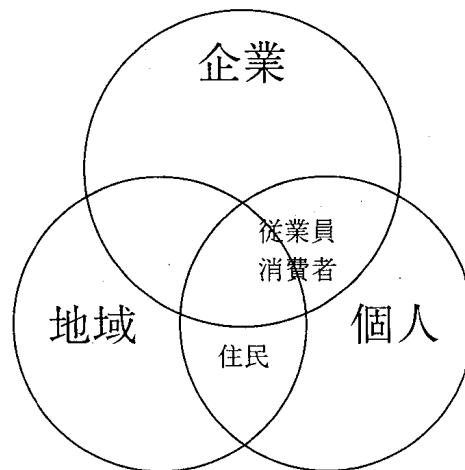
このように、潜在的投資家が企業に関与を行う条件のひとつとして、個人のモビリティの制約が強いことが挙げられる。同様に、個人と企業とのさまざまな関係において、主体的な選択が容易でモビリティが大きい階層とモビリティが小さい階層とでは、企業に対する関与意向が異なると考えられる。

同じ個人と企業との関係についてみても、さまざまな接点が存在する中で、モビリティの高い関係と弱い関係が存在するであろう。個人は、モビリティの大きい接点においては、能動的株主として行動する可能性が小さく、モビリティの小さい接点においては、能動的株主として行動する潜在的可能性が大きいと予想される。次節では、企業と個人の間のさまざまな接点とモビリティについて整理する。

II 企業と個人との接点とモビリティ、関与の在り方

図表2は、企業と個人との接点を示したものである。個人は、消費者として企業の生産物を購入し、ときには従業員として企業に労働力を提供する。また、個人と企業との接点には、地域社会を介在するものもあるだろう。個人は地域住民

図表2 企業と地域・個人の接点



として、企業の活動から直接的・間接的な影響をこうむるとともに、あるときは企業に対して市民運動などによって影響を与える。

これらの関係・接点は必ずしも固定的ではない。たとえば消費者は、購入先の企業を変更しうるし、従業員は転職することも可能である。地域さえも、個人の選択対象のひとつとして考えられるものである。そこで、以下では、従業員、消費者、地域の視点から、企業と個人との接点における個人の選択行動とモビリティについてまとめる。

1. 従業員

日本では、従業員としての個人と企業との接点における関係は長期的である。終身雇用制度ないし長期雇用制度を前提に経営を行う企業においては、従業員のモビリティは一般に小さい。また、このような企業が経済体制の主流を占める経済においては、個人一般について労働に関するモビリティが小さい。このようなケースでは、従業員の側から企業に対する関与意欲は大きいと考えられる。

この接点における個人から企業への関与の方法・目標はさまざまであるが、代表的な方向性として2つを指摘したい。ひとつは、従業員の努力によって企業の

利益が増加し、従業員への分配可能価値を高める方向性である。もう一つは、従業員が賃金や福利厚生、役得に関する支出を要求することによって、分配可能価値の配分（シェア）を高めようとする方向性である。

前者は、第1節で述べた「企業利益を増加させようとする動機」に該当し、後者は、「特定利害集団のみを利する動機」に該当する。また、従業員が、「社会的に望ましい経営」を要求する可能性も考えられるが、他の2つの動機と対立関係をもつ可能性も大きい。

2. 消費者

坂野[1995]は、消費者のコーポレート・ガバナンスとして、ショッピングを経済的な一票の行使として考え、企業や社会に影響を及ぼす可能性について言及している。すなわち、商品に不満がある場合、「購入しない」という選択肢を行使することが、企業に影響を与えると考える。これは、「ブランド遷移」(brand switching)などに対応した行動である。一般に、「従業員」と企業の接点に比べて、「消費者としての個人」と企業の接点では、モビリティが大きいことが予想される。

ただし、このモビリティに関しては、独占度の影響が大きいことに留意する必要がある。例えば、地域独占企業（電力会社や交通機関などの公益企業）に関しては消費者の選択の余地は小さいため、モビリティは小さい。また、有名ブランドなど、独占的競争の状態にある企業との関係では、完全競争における企業との関係と比較して、消費者のモビリティは小さいと考えられる。

消費者の企業への関与意向は、モビリティが高い産業（＝完全競争に近い）におけるほど、小さいと考えられる。一方、モビリティが低い産業（不完全競争の度合いが大きい産業）では、関与意向は比較的大きいと予想される。このことから、規制緩和がすすみ、競争が盛んになるにつれ、消費者としてのモビリティは

高まり、消費者の立場で企業に関与する程度は低下する可能性がある。

消費者の立場から企業に関与を行う方法にも、さまざまな可能性が考えられる。たとえば、消費者が長期顧客として商品・サービス改善案の提示を行う可能性や、口コミを通じた顧客ネットワークづくりを行う可能性がある。このような行動は、結果的には、「企業利益を増加させようとする動機」につながる可能性がある。反面、価格引き下げや、価格に見合った以上の高機能・高サービスを要求するなどによって、企業の採算を悪化させる方向での関与（特定利害集団のみを利する動機）も考えられる。さらに、「社会的に望ましい財・サービスの提供」を消費者が強く求めることも考えられる。

3. 地域住民

地域住民としての個人と企業の接点には、消費者や従業員としての直接の接点重複して含まれることが多い。その他の接点としては、個人がその企業の「取引先の従業員」である場合が考えられる。また、「取引先の消費者」であるかもしれない。地域経済におけるその企業の重要性が高いほど、このような間接的な接点をもつ可能性が高まるであろう。その他、地域環境問題（公害問題など）を通じて企業と個人との接点が存在する場合が考えられる。

このように、地域住民としての個人は、直接的・間接的なものを含めると、多くの企業と多面的な接点をもつことになる。

地域を接点とした企業と個人の間のモビリティにおいて、居住地の選択行動は特に重要である。個人にとって居住地の選択は、多くの企業との接点を包括的に決定することになるからである。

一般に、居住地に関するモビリティは、従業員としてのモビリティと同様に低いものと考えられる。ただし、ライフサイクルの特定の時点ではきわめて高いモビリティをもつことがある。例えば、進学、就職、結婚、持ち家取得、引退時な

どが代表的なものである。もしもこのようなライフステージにおいて、現在の地域環境に大きな不満が存在したり、他の地域に大きな魅力がある場合、財政学でいう「足による投票」によって、地域選択が行なわれることになる。日本においても「足による投票」が行なわれていることは実証的にも観察される⁶⁾。

一方、地域を接点とする個人から企業への関与の仕方には多様なものが考えられる。関与を及ぼすルートを大きく2つに分けると、1つには自治体や地域社会を通じて間接的に企業に対して影響を及ぼす方法が考えられる。もう一つは住民運動や社会運動を通じた直接的な関与の方法が考えられる⁷⁾。

自治体や地域社会を通じた関与においては、「何をもって“地域”とみなすか」は重要な問題である。地域を代表する単位は生活行動圏程度の地域なのか、自治体なのか、自治体の連合体なのか、などが問題となりうる。図表2で表した「地域社会」は、必ずしも地域住民の利害を反映したものとはならない可能性があることには注意が必要である。

関与の目的としては、直接の従業員や企業の取引先従業員としての接点をもつ個人の場合、企業の生産性向上に寄与したり、優先的に企業の商品・サービスを購入することによる関与が考えられる（企業利益を増加させようとする動機）。また、地域住民が地域に対するフィランソロピー活動等を企業に求めることも考えられる。これらには、直接的な金銭的支出をとまなうものに限らず、雇用にあ

図表3 企業と個人投資家の接点とモビリティ

接 点	モビリティの大きさ	留 意 点
消 費 者	大（ブランド・スイッチ）	独占度の大きさに依存
従 業 員	小（労働移動） 今後は上昇が見込まれる	ライフサイクルに対応
地域住民	小（地域移動） 低下傾向	ライフサイクルに対応

たつての社会的弱者への配慮なども含まれる。これは、社会的な側面と、特定の利害集団のみを利する側面をもち、両者を明確に区別することは困難である。

Ⅲ 各接点に対応する株主制度の性格、変遷

制度を通じて個人が企業利益の増加をもたらす関与を行うならば、企業はその関与を受け入れる意義がある。また、企業側から個人に対して十分な便益が供与される制度が存在するならば、個人もその制度を積極的に活用するであろう。以下では、これまでにみてきた企業と個人の接点における、株主育成のための諸制度や、企業に対する個人の関与を可能にする諸制度について検討する。特に、個人のモビリティと制度との対応と変遷に注目する。

1. 従業員持株制度

(1) 制度の概要

従業員としての個人と企業との接点に関わる制度として、わが国では従業員持株制度がある⁸⁾。わが国では従業員持株制度が随分以前から存在していたが、現行の従業員持株制度が「新従業員持株制度」として提唱され採用されたのは、昭和43年頃とされている。諸外国と異なり、国家の政策として従業員持株制度 (employee stock ownerplan, employee's share scheme) が採用されているわけではない。従業員持株制度は法律上、直接の根拠規定がある制度ではなく、税金面での優遇措置もなされていない⁹⁾。

わが国の従業員持株制度は、「従業員による自社株式の取得・保有に関して、会社がなんらかの便宜や経済的援助を与えてこれを奨励する制度」として位置付けられる。制度の概要をまとめるとおおむね次の通りである。

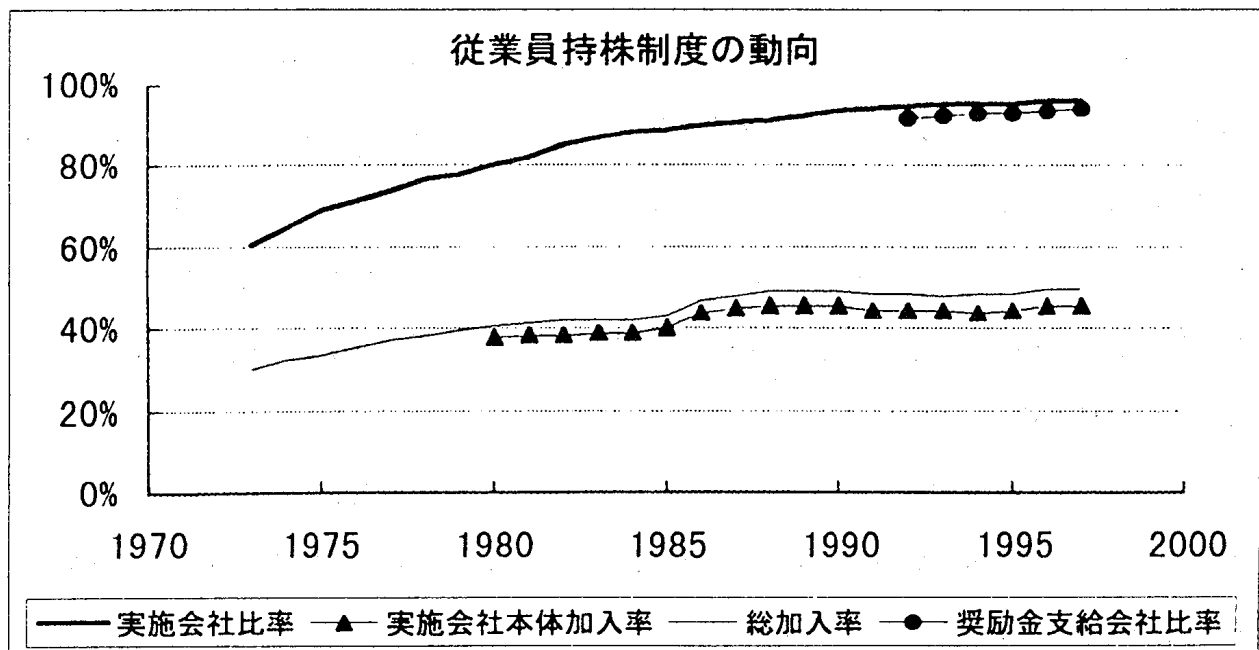
①持株制度の管理・運営を行うための機関として「持株会」を設ける

- ②従業員は、原則給与・賞与からの天引きの方法で資金を積み立て、継続的に自社株式を取得・保有する
- ③会社は持株制度を従業員福祉政策の一環として認め、なんらかの援助を与える。通常、株式購入奨励金がこれにあたり、積立額の3～10%程度の範囲で支給が行なわれることが多い。
- ④「持株会」には原則としてその企業の従業員および子会社の社員しか加入できない。これとは別に「取引先持株会」という、取引先の従業員を組織することができるが、持株会への加入の有無によって差別的な取り扱いをした場合、独占禁止法に抵触する可能性がある。

（2） 制度の実施状況の推移

図表4は、従業員持株制度の実施状況を示したものである。制度を実施している会社の比率は、1987年にはすでに90%を超え、1997年現在では95.9%の会社が

図表4 従業員持株制度の変遷



（全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』をもとに作成）

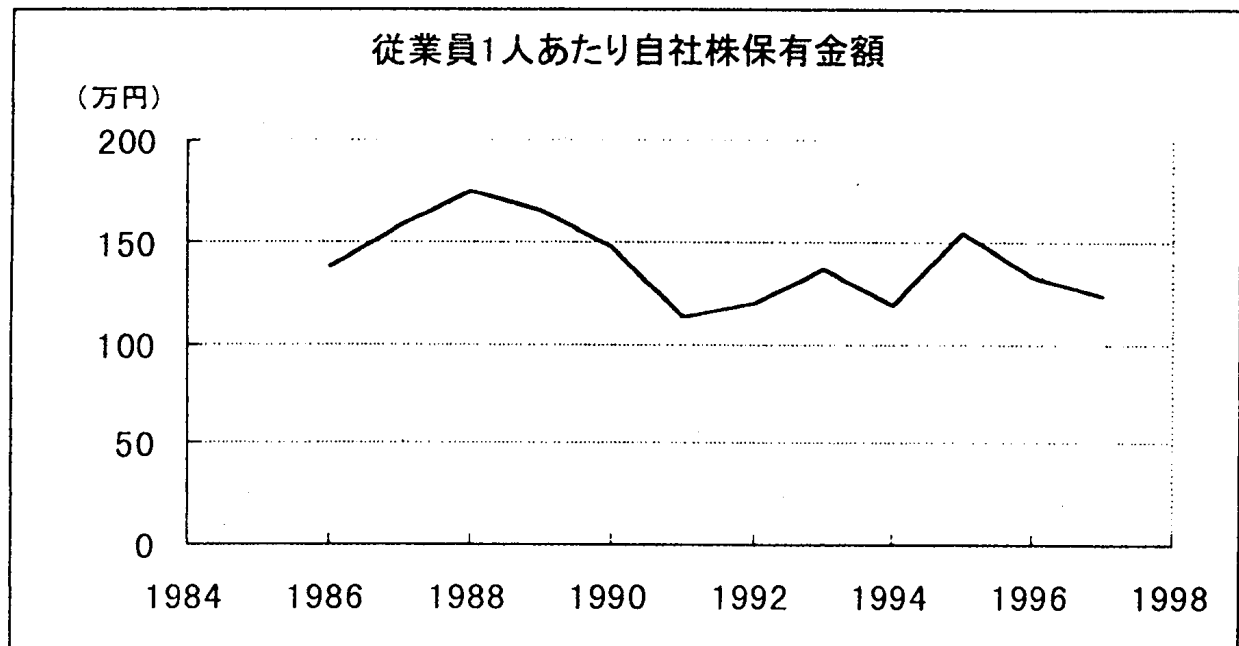
制度を実施している。一方、従業員の加入率は、ここ10年程度、50%弱の水準で停滞している。また図表中、「総加入率」としてあらわした数値は、実施会社の従業員数を分母に、子会社・取引先会社従業員を含めた持株制度総加入者合計を分子にとったものである。この数値と「実施会社本体加入率」との差が、子会社や取引先会社従業員の加入を意味することになるが、この比率も微増にとどまっており、広義の従業員加入率も伸び悩んでいることがうかがえる。また、「奨励金」制度を導入して従業員への加入を支援している企業の比率は94%に達しており、その補助率も拠出金に対して平均6.4%と高水準に達している。

（3） 制度の効果：個人の関与可能性

従業員持株制度は、企業利益への従業員の貢献度を認識させ、従業員の企業に対する関与を強める効果をもつ。

しかし、個人の関与可能性に影響を与えるのは従業員持株制度に限らない。例えば、従業員の準終身雇用上の地位などによって、企業の見込収益のシェア請求権でありながら、資本市場では自由に売却できない「売却不可能シェア」（nonsalable share）が存在する¹⁰⁾。このシェアは従業員による「見えざる出資」と呼ばれることもある¹¹⁾。「売却不可能シェア」や「見えざる出資」が存在する場合、従業員持株制度への加入が従業員のモビリティや関与意向に与える影響は限界的なものにとどまると考えられる。実際、図表5にみられるように、持株会を通じた株式保有額は従業員の保有している資産¹²⁾に比べてかなり小さい。しかし、若年層の従業員に関しては、「売却不可能シェア」の蓄積額がそれほど多くないことから、従業員持株会の関与促進効果は大きいと考えられる。また、「売却不可能シェア」や「見えざる出資」について十分認識していない従業員に対しても、企業との間の共生関係を表面化させる従業員持株制度は、関与を高める一定の効果をもつと考えられる。

図表 5



（出所：全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』）

一方、近年の長期雇用／終身雇用制度の見直しの動きは、以上に述べた従業員持株制度の機能・作用を弱める方向に影響すると考えられる。加えて、従業員持株制度や売却不可能シェアにおいては、企業業績変動に伴う勤務先企業固有のリスクが存在する。従来、このリスクは、株式持合いによって軽減されていたが¹³⁾、株式持合いの解消が進めば、このリスクが高まることになる。これは、従業員持株制度の利用を抑制し、関与意向を低下させる要因となりうる。

2. 株主優待制度

(1) 制度の概要

消費者としての個人と企業との接点に関しては、「株主優待制度」が考えられる。株主優待制度は、株主の権利としてではなく、会社の自主的なサービスとして位置付けられている¹⁴⁾。「株主優待制度」と同様の制度は海外にも存在するものの、それほど重視されていないといわれる¹⁵⁾。

株主優待の具体例としては、陸海空運業などでの優待搭乗券（フリーパスを含む）の配布、入場割引券・買い物割引券の配布、会社製品の送付・優待価格購入などが挙げられる。

株主優待制度に関する数少ない研究のひとつである木村〔1997〕では、①地方取引所に上場している企業で制度実施率が高いこと、②その理由として、各市場とも地元のスーパー・百貨店や電鉄・バスなど比較的優待制度の導入しやすい業種を多く持っているためと考えられること、③導入率の高い業種は食料品、小売業、陸運業、空運業、サービス業であること、④製造業特に生産財メーカーでは導入比率が小さいことが指摘されている。

（2） 制度実施状況の推移

わが国の株主優待制度の実施状況の推移について、まとめたものが図表6である¹⁶⁾。戦後早い時期にはすでに株主優待制度が行なわれていたが、当初は興業株（映画、演劇ほか）、および電鉄株のみが株主優待制度を実施していた。その後、制度実施会社が減少した時期もあったようである。しかし、傾向的に制度実施会社数は増加を続け、1956年には百貨店、1959年には製造業（日本ビオフェルミン、大和毛織）で、株主優待が始まっている。製造業の株主優待は一時中断したとみられるものの、1962年に食品業、繊維業で株主優待が復活／開始されて以降、製造業においても制度実施会社はほぼ一貫して増加してきた。1990年代に入ってから、その増加ペースは加速し、1998年現在、全業種の制度導入会社数は515社に達している。

このような中で、株主優待の性格も、徐々に変わってきたように思われる。戦後初期（昭和20年代）の株主優待においては、電鉄株・興業株に代表されるように、企業－消費者－地域の密接な関係のもとでの株主優待制度が実施されていたのに対して、その後は徐々に地域密着性を希薄化させる要因が拡大してきたと思

図表6 株主優待制度実施状況の推移

	実施企業数	特 徴
1950年	不明	東京興行（映画その他各種興行）の株主優待券の多さが『会社四季報』で指摘される
1952年	35社	私鉄のフリーパスや映画館の入場券など、地域密着型サービスが中心（運輸20社、サービス15社）
1954年	28社	電鉄株6社、鉱業株1社が株主優待を中止
1956年	57社	百貨店3社（大丸、高島屋、丸栄）で株主優待始まる 旅館・飲食業（日本観光、観光ホテル丸栄、東京會館）で株主優待始まる
1959年	73社	製造業で株主優待始まる （日本ビオフェルミン、大和毛織）
1960年	63社	製造業の株主優待が中断される
1962年	81社	食品・繊維を中心に、製造業が急増 （自社製品の優待券など）
1975年	91社	製造業の株主優待が急増（繊維会社、食品会社）
1980年	100社	
1985年	144社	
1990年	193社	証券会社（山種証券・丸三証券）で株主優待始まる
1995年	323社	
1998年	515社	店頭・流通チェーンで実地会社が急増

（東洋経済『会社四季報』、『株価総覧』、各号をもとに集計）

われる。例として、企業の全国展開（店舗、上場先取引所の拡大）、商圈の拡大（消費のための移動距離の増大）、金券ショップの発達による、企業との関係性の希薄化（株主優待の換金性向上＝金銭配当化）などが挙げられよう。

（3）制度の効果：個人のモビリティ

株主優待制度と個人のモビリティとの関係にはさまざまなポイントが考えられる。

第一のポイントは、株主名義書換に伴う一時的なモビリティの抑制効果である。株主優待を受けるためには、株主優待の割当基準日に、株主名簿に記載されている必要がある。1992年10月に証券保管振替機構による振替決済制度が開始される以前は、短期的な売買を志向する投資家層はわざと名義を書き換えない（これを失念という）傾向にあったとされ、株主優待を受けるための名義書換にともなう株券の売買ができない状態が、企業と個人の間のモビリティを低める可能性が存在した。しかし、新たな振替決済制度のもとでは、投資家が直接発行会社に対して株主名義書換を請求する必要がなくなったため、モビリティ抑制効果は低下したものと考えられる。

第二のポイントは、保有株数に応じて累進的に株主優待サービスを提供する仕組みが存在すれば、株主はその企業の保有株数を減らすことを躊躇うと考えられる点である。電鉄会社などが、一定数以上の株主にのみ全線フリーパス優待を与えることは、この一例として考えることができる。しかしながら、累進的な株主優待サービスが必ずしも株主のモビリティを抑制するとは限らない。例えば、阪神電気鉄道と阪急電鉄のように競合性の強い企業が同様の累進的株主優待制度を行っている場合、大株主であれば、株主優待を含めた総合的な投資採算を計算したうえで容易に有利な株式へと乗り換えることが可能となる。このようなケースで累進的株主優待制度のもたらす効果は小さいと考えられる。また、実際の株主優待制度の多くでは優待の累進性は存在せず、むしろ保有株数が増加するにあたって、単位株式あたりの優待内容は減少するものが多く観察される。

第三のポイントは、株主優待制度を通じて個人にもたらされる便益の内容についてである。真に魅力的な便益が提供される場合には、個人のモビリティを抑制する効果をもちうるが、株主優待制度を通さなくとも市場で購入可能な便益が提供される場合には、モビリティ抑制効果は乏しい。

第四のポイントは、便益の移転可能性や換金性に関連する問題である。サービ

ス関連の企業や、小売業においては、金券、割引券など、転売・移転可能性の高い株主優待が提供されることが多いため、モビリティ抑制効果は小さいと考えられがちである。例えば電鉄会社におけるフリーパスの場合も、記名式でなく無記名式を採用した場合、株主優待による便益の移転可能性は高くなる。これらのケースでは、株主優待が個人株主のモビリティを抑制する効果は限られることになる。しかし、株主優待における優待券や品物等は、配当所得に含まれない一方で、売却した場合には雑所得として課税対象となりうる。このため、株主優待は売却せずに自ら消費することが有利になる。以上を統合すると、株主優待制度には一定のモビリティ抑制効果があると考えてよいだろう。

3. ソーシャル・インベストメント

—地域を接点とした個人と企業との関係の可能性—

(1) 制度の概要

すでに述べたように、地域を接点とした個人と企業との関係には、従業員や消費者としての接点のほかに、地域住民（市民）としての接点がある。わが国では、地域住民としての株式保有を促進する制度は特にみあたらない。自治体によるベンチャーキャピタル支援策などは、広い意味ではこの制度に該当すると考えられるが、ここでは株式公開企業に議論を限定する。住民という接点を通じた“制度”に関連して、以下では「ソーシャル・インベストメント」について検討する。

「資金を投下する際に、財務的な観点からの判断だけでなく、資金の投下先の事業の社会的側面をも考慮して行う投資」として、ソーシャル・インベストメントを理解すると、地域住民の立場から、地域の環境を改変したり維持したりすべく、企業に対して関与する過程において、ソーシャル・インベストメントは重要な役割を担い得ると予想される。

（2） 地域住民のモビリティと関与

わが国における居住地に関する個人のモビリティは傾向的に低下している。住民基本台帳人口移動報告の「移動率」をモビリティの指標として考えると、昭和45年の4.11%をピークとして、ほぼ一貫して低下している。国勢調査でみた移動率においても、同じ傾向がみられる¹⁷⁾。このことは、地域という接点の中で、個人が企業をはじめ、周囲に対する関与を強めざるを得ないことを示唆している。

（3） 地域に関連するソーシャル・インベストメントの方法

ソーシャル・インベストメント・フォーラム（米）は、ソーシャル・インベストメントの分類を（i）ソーシャル・スクリーン、（ii）株主行動、（iii）コミュニティ投資に分類している¹⁸⁾。これらについて、地域住民の立場から検討してみよう。

（i）ソーシャル・スクリーンは、社会的に望ましいと考える基準で投資対象を限定したり、除外したりする方法である。地域住民の立場からは、地域にゆかりのある企業、つまり地域に本拠や工場などを置く企業を主な投資対象とする方法が考えられる。しかし、地域によっては、スクリーニングの対象（ユニバース）となる企業が少ないことが問題となる。スクリーニングの対象を広げるために、ユニバースを拡大することは、地域住民にとっての「接点」から遠ざかる可能性がある。また、地域に接点をもつというだけで、「地域社会にとって望ましい企業」と位置付けるのには無理があるだろう。このため、株主行動によって、企業の経営方針に何らかの影響を与えることが、ソーシャル・スクリーンを補完するうえで重要と考えられる。

（ii）株主行動は、株主の立場での企業に対する提案や、特定の経営方針に対する反対行動が代表的なものとなる。株主行動の場は株主総会のみならず、大株主との非公式な接触の場も含まれる。株主行動においては、ある程度の運用資産

規模をとまなわない限り、企業に対する実質的な影響力をもち得ないことは重要である。このため、全国規模に展開する企業や多国籍企業に対して特定地域に根ざしたソーシャル・インベストメントが影響力を行使することは困難である。

(iii) コミュニティ投資は社会的に望ましい領域への直接的な支出が対象となる。地域住民が株式公開企業を通じてコミュニティ投資を行うためには、ソーシャル・スクリーンの段階で、地域コミュニティ投資状況をスクリーニングの基準に含めたり、株主行動を採る必要がある。近年、企業の社会的貢献の必要性を指摘する動きが強まっているが、企業の自発的行動のみならず、ソーシャル・スクリーンや株主行動を通じたコミュニティ投資への圧力も、ときに役割を果たし得ることは重要である。

ただし、企業のコミュニティ投資に関する誘導を、誰が行うか、何をコミュニティ投資として評価し、優先順位をつけるかについては困難な問題が生じる。機関投資家を通じた「間接投資」によってはこのような評価・誘導は困難であるかも知れない。このため、個人の直接参加や、投資クラブなどを通じた、直接参加に準ずる行動が重要な意味をもつと考えられる。

図表7 地域住民によるソーシャル・インベストメントの可能性

方 法	内 容	実施にあたっての問題点
(i) ソーシャル・スクリーン	地域関連企業・地域進出先企業の選択	対象の少なさ 接点をもつだけで投資対象としてよいか？
(ii) 株主行動	(iii) に関連する提案	株主行動に必要な投資規模 (i) ほど明確には出資者の支持が得られない可能性
(iii) コミュニティ投資の企業に対する要求	地域の環境改善要求 フィランソロピー	何をコミュニティ投資として評価するか？（誰の立場で評価するか）

以上をまとめたものが図表7である。

（4） 地域に対する企業の認識変化と行動

地域社会は企業に対する影響力を近年強めていると思われる。寺本〔1997〕の調査によれば、影響力の強いステークホルダーの順位としての「地域社会」は8位にとどまるものの、近年影響力を強めたステークホルダーの2位に挙げられている。影響力を強めた1位は販売先であり、これは従来からの影響力トップの主体でもある。つまり、企業をとりまく力関係における最も大きな構造変化は、「地域社会」の影響力の高まりであると考えられる。寺本は、「企業が単なる経済活動の担い手であるだけでなく、同時に自らが身を置く地域社会に対しても、良き企業市民であることを求められている現れであろう」と評価している。

Ⅳ おわりに—個人投資家育成の余地—

本稿では、能動的な投資家が登場する条件を探るという問題意識のもと、個人と企業の接点における「モビリティ」と「関与可能性」について検討を加えてきた。消費者、従業員、地域住民それぞれの接点において、モビリティを抑制する要因が企業への関与を高める可能性が確認された。

消費者の接点は、もともとモビリティが高く、規制緩和などによって競争が激化した場合、モビリティはさらに高まる可能性がある。しかし、企業が独自のブランド力を育成することなどにより、消費者のモビリティを抑制することができれば、消費者の関与を企業に採りこみ、新たな株主として育成する可能性が高まる。

従業員の接点は、もともとモビリティが低く、そのため従業員の企業に対する関与は従来から強かった。実際に「従業員持株制度」の形で、民間レベルでの株

主制度は充実している。しかし、この接点におけるモビリティが高まる可能性があること、従業員にとって、関与を行うリスク（株主となるリスク）が高まる可能性があることにより、現在以上に株主としての機能を従業員に求めることは困難であると考えられる。

地域の接点は、もともと低いモビリティがさらに低下を続けている状況にあり、個人が企業に対する関与を強める余地は大きい。加えて、従来の株主制度の枠組みには、地域を接点としたものが欠けていることから、ソーシャル・インベストメントなどに関連する株主制度を整備することによって株主を育成する余地が大きいものと考えられる。

なお、個人が企業に関与を行う場合、企業収益にとってプラスになるものばかりとは限らない。特定の利害集団を利するための性格をもつ関与や、社会的な目標との関連をもつ関与は強まると予想される。今後の個人投資家育成には、これらの関与意向をいかに取り込み、能動的な個人投資家として位置付けるかが、重要な戦略の一つになりうる。

- 1) 水野 [1998] は、アンケート調査とインタビュー調査の総合によって、投資家の危険回避度に関して詳細な分析を行っている。
- 2) 三輪 (1990)、20頁参照。
- 3) 富永・宮本 [1998] は定着型雇用から流動型雇用への一連の変化を「モビリティ社会」への変化と位置付けている。
- 4) 間々田 [1991]、133頁参照。
- 5) 筆者は個人の主体的な居住地選択が行なわれていることを実証分析によって示す一方、主体的な居住地選択が行えない層については、地域づくりへの関与意向が強いことを示した（伊藤 [1994]）。
- 6) 伊藤 [1994]、184-192頁参照。
- 7) 岩田 [1992] は「日本の街（都市）は「である」街であって、「する」街ではない」と表現した。「である」こととは、人々の行動・努力とは無関係にある関係がすでに存在している状態をいう。街は人々の意図的な行動・努力によってつくられたのではなく、人々と企業が集まって自然に街（都市）になったのである。したがっ

て、日本の街（都市）とは、人々がごちゃごちゃと集まったところであって、それ以上のものではないというのである。この説によれば、日本人は地域に対する関与を行ってこなかったと解釈できる。

- 8) ストック・オプションも、従業員から企業への関与を高める制度のひとつであるが、一般にはひろく従業員一般がストック・オプションの付与対象者となることは少ないため、ここでは取り上げない。
- 9) 以上の記述は新谷 [1994] に多くを負っている。
- 10) 青木 [1992]、235-236頁参照。
- 11) 経済企画庁 [1998]、32頁参照。
- 12) 貯蓄動向調査（平成9年度）によると、勤労者世帯の世帯当り貯蓄額は1250万円であり、図表5の金額に比べて大きいことが確認できる。
- 13) 青木（前掲）、234-237頁参照。
- 14) 野村インベスター・リレーションズ『知って得する株主優待 1998年版』、IR MAGAZINE 増刊号、64-65頁
- 15) 木村 [1997]、245頁参照。
- 16) 株主優待制度実施状況の調査方法について。東洋経済新報社によると現在ではアンケート調査に基づいて、調査対象企業における実施状況が網羅されているという。しかし、戦後まもない時期の制度実施状況の調査方法は不明である。このため、掲載した表が必ずしも優待実施の正確な状況および変遷を示していない可能性があることに注意する必要がある。
- 17) 家計経済研究所 [1994] 54-56頁参照。

【参考文献】

- 青木昌彦（1992）『日本経済の制度分析』筑摩書房
- 伊藤 祐（1994）「地域差と個人行動」橋本俊詔編著『ライフサイクルと所得保障』NTT 出版
- 岩田規久男（1992）『ストック経済の構造』岩波書店
- 大田弘子（1995）『リスクの経済学』東洋経済新報社
- 翁 百合（1997）『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社
- 家計経済研究所編（1994）『人口移動と消費』大蔵省印刷局
- 木村充宏（1997）「株主配当と株主優待」日本証券経済研究所『現代企業と配当政策』日本証券経済研究書
- 経済企画庁経済研究所編（1998）『日本のコーポレート・ガバナンス』
- 近藤一仁・佐藤淑子（1997）『IR 入門』東洋経済新報社
- 坂野友昭（1995）「消費者・エコロジー」、高橋俊夫編著『コーポレート・ガバナンス—日本とドイツの企業システム—』中央経済社

- 新谷 勝（1994）『自己株式の取得と従業員持株制度』中央経済社
- 寺本義也（1997）『日本企業のコーポレートガバナンス』生産性出版
- 富永健一・宮本光晴（1998）『モビリティ社会への展望』慶應義塾大学出版会
- 新美一正（1995）「家計の金融資産選択行動の変化と企業金融に与える影響」日本総研
『Japan Research Review』第5巻第3号
- 日本証券アナリスト協会「特集 国民の財産形成の場としての株式市場の条件と課題」
『証券アナリストジャーナル』1997年1月号
- 広田真人（1993）「個人投資家—個人投資家の行動変化を探るために」日本証券経済
研究所 『証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書』
- 間々田孝夫（1991）『行動理論の再構成 心理主義と客観主義を超えて』福村出版
- 三輪芳朗（1990）「株価“モデル”と日本の株価」西村清彦・三輪芳朗編著『日本の
株価・地価』東京大学出版会
- 水野博志（1998）『個人投資家の行動原理』泉文堂
- 水口 剛・國分克彦・柴田武男・後藤敏彦（1998）『ソーシャル・インベストメント
とは何か』日本経済評論社
- Useem, Michael 1996 “*Investor Capitalism*,” New York: Basic Books